

# NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

Báo cáo chi tiết 06/2015

## Biến động giá chỉ số giá cổ phiếu ngành bất động sản so với VNIndex và VN30



Nguồn: MBS tổng hợp

## GIỚI THIỆU

Hiện tại trên HSX, HNX, và Upcom nhóm ngành bất động sản bao gồm gần 70 công ty và các công ty này tập trung vào mảng kinh doanh: (1) Nhà ở trong đó bao gồm căn hộ và nhà đất, (2) Bất động sản nghỉ dưỡng trong đó gồm khu du lịch - Resort và biệt thự nghỉ dưỡng, (3) Văn phòng cho thuê và (4) khu công nghiệp, trong đó chủ yếu là các công ty kinh doanh nhà ở.

Báo cáo cập nhật và phân tích về ngành Bất động sản được chúng tôi hướng tới đánh giá triển vọng giá cổ phiếu của các công ty đang niêm yết trong nhóm ngành Bất động sản, thông qua báo cáo này các nhà đầu tư (cá nhân và tổ chức) có thể cân nhắc cho việc phân bổ và tái cơ cấu danh mục đầu tư theo nhóm ngành của mình, và hướng tới những cổ phiếu cụ thể nên được cân nhắc đưa vào danh mục.

## CÁC NỘI DUNG CHÍNH TRONG BÁO CÁO

Sự phát triển của ngành bất động sản chịu tác động đáng kể bởi các yếu tố vĩ mô như GDP, tăng trưởng tín dụng cũng như các nguồn vốn đầu tư nước ngoài như FII hay FDI. Tuy nhiên, hiện tại, tín dụng vẫn chiếm phần lớn nguồn cung vốn vào thị trường bất động sản Việt Nam. Điều này khiến cho tín dụng trở thành một trong các nhân tố quan trọng trong sự tăng trưởng của ngành.

Tốc độ tăng trưởng và biên lợi nhuận gộp của ngành bất động sản hiện tại đang cao hơn các hệ số tương ứng của nền kinh tế Việt Nam như tốc độ tăng trưởng GDP và hệ số sinh lời của toàn thị trường niêm yết. Xu hướng này nhiều khả năng sẽ còn tiếp tục trong thời gian tới, ít nhất là trong tương lai gần. Do đó, có thể kết luận rằng, ngành bất động sản vẫn còn trong giai đoạn tăng trưởng.

Cấu trúc ngành nổi bật với sự kiểm soát nguồn cung quỹ đất đầu vào và sự cạnh tranh giữa các doanh nghiệp trong ngành trong cả việc đáp ứng nhu cầu thị trường và dành quyền sở hữu quỹ đất. Đặc biệt, sự mất đối xứng trong cán cân cung cầu quỹ đất đã làm xuất hiện những chi phí phi chính thống khiến cho chi phí mở rộng quỹ đất ngày càng gia tăng.

Giá cổ phiếu bất động sản vẫn tiếp tục quá trình sụt giảm được bắt đầu từ tháng 8/2014 trong bối cảnh cả thị trường cùng sụt giảm và hiện tại tốc độ sụt giảm của giá cổ phiếu bất động sản đang thấp hơn so với thị trường. Mức giá giảm chậm và hệ số Trailing P/E ở mức 16.64 cao hơn mức trung bình của thị trường là 12.95 cho thấy các nhà đầu tư vẫn đang kỳ vọng và đà tăng trưởng của các công ty trong Ngành bất động sản.

Các yếu tố vĩ mô nền kinh tế vẫn tiếp tục hỗ trợ cho quá trình tăng trưởng của các công ty trong ngành Bất động sản, và thực tế trong quý 1/2015 vừa qua số lượng căn hộ được bán ở tại Tp.HCM và Hà Nội đã tăng ở mức lần lượt là 167% và gần 300% so với cùng kỳ năm 2014, một con số rất ấn tượng.

Trong năm 2015, EPS Forward của cổ phiếu ngành Bất động sản được dự báo ở mức 1,620.54 đồng/cổ phiếu, trong điều kiện doanh thu được chúng tôi dự báo tăng 200% và lượng cổ phiếu lưu hành tăng 50%, số lượng cổ phiếu lưu

Analyst Nguyễn Lưu Minh Nhật

Email: [nhut.nguyenuominh@mbs.com.vn](mailto:nhut.nguyenuominh@mbs.com.vn)

Tel: +84 126 564 1152

hành tăng nhanh làm pha loãng kết quả kinh doanh các công ty trong ngành.

Quá trình tăng giá cổ phiếu ngành Bất động sản đã diễn ra từ cuối năm 2012 và quá trình tăng giá được luân phiên diễn ra ở hầu hết các cổ phiếu trong ngành, ở thời điểm hiện tại với mức EPS năm 2015 được dự báo là 1,620.54đồng/ cổ phiếu, P/E forward được dự báo ở mức 12.33 lần. Đây là mức P/E tương đương mức P/E khi thị trường cổ phiếu ở trạng thái cân bằng từ năm 2012 - nay, đây là đặc điểm mà chúng tôi đánh giá cổ phiếu Bất động sản không có khả năng tăng cao hơn so với thị trường, và cũng không đủ khả năng dẫn dắt thị trường trong quá trình phục hồi.

Chúng tôi đề xuất các nhà đầu tư cân nhắc không nắm giữ thêm cổ phiếu thuộc nhóm ngành bất động sản ở mức giá hiện tại, và chiến lược đầu tư vào cổ phiếu trong ngành nên tập trung vào tìm kiếm đặc tính riêng của từng cổ phiếu, bao gồm đặc tính kinh doanh của công ty và mức giá hiện tại.

## Mục Lục

<b>1. ĐẶC TÍNH CỦA NGÀNH.....</b>	<b>4</b>
Tính chu kỳ ngành bất động sản.....	4
Giai đoạn phát triển ngành bất động sản.....	5
Cấu trúc ngành và hệ số sinh lời ngành bất động sản Việt Nam.....	6
<b>2. DIỄN BIẾN CỔ PHIẾU NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN.....</b>	<b>8</b>
Tương quan biến động giá cổ phiếu của ngành so với thị trường trong quý 2/2015 .....	8
Mức giá tương đối của cổ phiếu ngành BĐS so với thị trường .....	9
<b>3. TRIỂN VỌNG NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN .....</b>	<b>9</b>
Triển vọng trong dài hạn.....	9
Triển vọng trong ngắn hạn .....	10
Triển vọng tăng giá cổ phiếu ngành bất động sản .....	12
Chiến lược đầu tư đối với cổ phiếu ngành .....	13
<b>4. PHỤ LỤC.....</b>	<b>14</b>

## 1. ĐẶC TÍNH NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

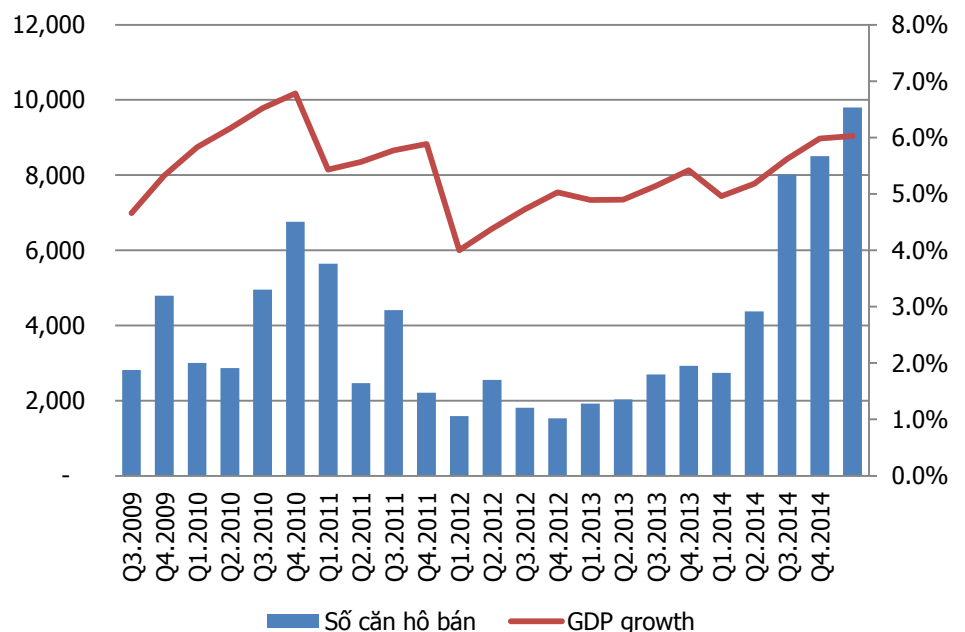
### Tính chu kỳ ngành bất động sản

Từ năm 1990 đến nay, ngành bất động sản Việt Nam đã trải qua 3 chu kỳ tăng trưởng với các đợt sốt lần lượt vào năm 1993-1994, 2001-2002 và 2007-2008. Trong đó, lần tạo đỉnh thứ nhất gắn liền với nhu cầu về đất đai gia tăng do nền kinh tế thị trường mở cửa. 2 đợt sốt còn lại đều ghi nhận dấu ấn mạnh mẽ của tăng trưởng tín dụng cao (riêng năm 2007, tăng trưởng tín dụng đạt mức kỉ lục là 50%) cùng dòng tiền đầu tư dồi dào từ kiều hối và đầu tư nước ngoài (FDI, FII).

Kể từ sau giai đoạn bùng nổ trong 2 năm 2007 và 2008 với sự hỗ trợ mạnh mẽ từ tăng trưởng tín dụng (53.9% trong năm 2008) cũng như các dòng vốn FDI và FII, ngành bất động sản Việt Nam đã trải qua thêm hai giai đoạn thăng trầm chính như sau:

- Giai đoạn thứ nhất bắt đầu từ nửa cuối năm 2008 đến cuối năm 2010 chứng kiến sự ra đời của hàng loạt chính sách mới nhằm kiểm soát sự tăng trưởng nóng của ngành bất động sản. Điển hình là các Nghị Định 69 và 71 hướng dẫn thi hành Luật Đất Đai (sửa đổi) 2009 và việc thu thuế sử dụng đất. Tăng trưởng tín dụng dành cho bất động sản sau khi giảm trong năm 2009 đã tăng mạnh lên mức 27.7% trong năm 2010, làm động lực cho các giao dịch trên thị trường tăng tăng mạnh và tạo đỉnh.
- Giai đoạn thứ 2, từ sau năm 2010 đến nay đánh dấu sự tác động của chính sách thắt chặt tín dụng đối với các ngành nghề phi sản xuất như bất động sản. Trong năm 2011, tín dụng dành cho bất động sản giảm mạnh ở mức -14.8% khiến cho số lượng giao dịch giảm mạnh và sau đó tạo đáy vào năm 2012. Đây cũng là giai đoạn chứng kiến nhiều thay đổi cởi mở hơn trong các vấn đề pháp lý của ngành bất động sản như Luật đất đai 2013 hay Luật xây dựng (sửa đổi). Ngoài ra, trong thời gian này còn xuất hiện 2 gói tín dụng 30,000 tỉ và 50,000 tỉ.

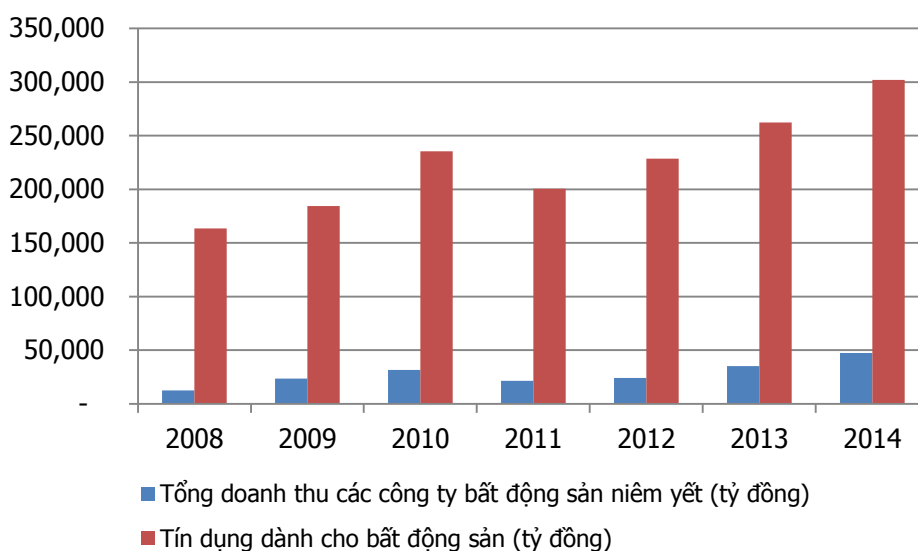
### Số căn hộ bán được và tăng trưởng GDP



Nguồn: Savills, TCTK, MBS Tổng hợp

Sau khi tiến hành khảo sát quá trình tăng trưởng của ngành bất động sản và các yếu tố vĩ mô, chúng tôi nhận thấy rằng sự phát triển của ngành bất động sản có mối tương quan mật thiết đối với sự tăng trưởng tín dụng dành cho ngành. Thống kê giữa 2 biến tổng doanh thu của các công ty bất động sản niêm yết và tín dụng dành cho bất động sản cho thấy  $R^2$  đạt khoảng 0.96. Đây không phải là kết quả quá bất ngờ bởi bản chất của ngành là tiêu thụ nhiều vốn từ cả hai phía người mua và người bán; trong khi nguồn vốn chủ yếu dành cho ngành bất động sản ở Việt Nam vẫn chủ yếu đến từ tín dụng. Do đó, các biến động về nguồn tài chính quan trọng này sẽ ảnh hưởng đáng kể đến sự phát triển của ngành bất động sản.

### Sự tương quan giữa dư nợ tín dụng cho bất động sản và tổng doanh thu các công ty niêm yết



Nguồn: SBV, MBS tổng hợp

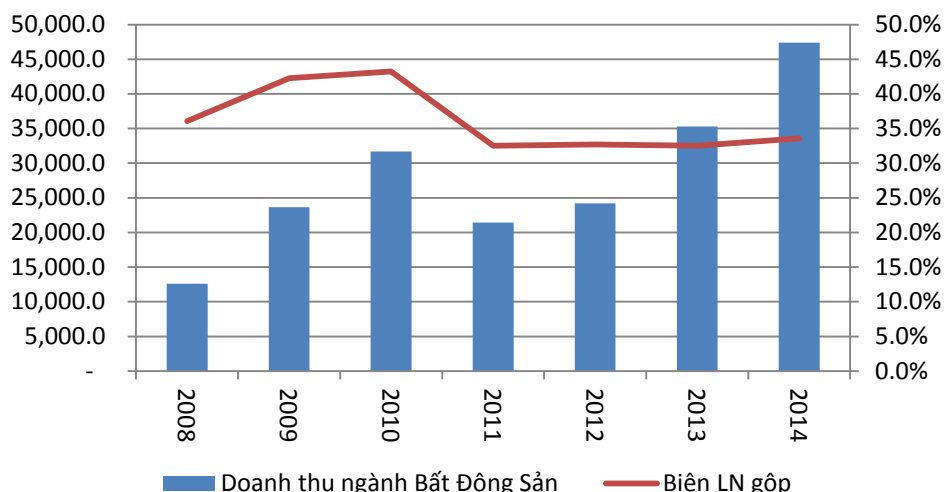
Ngoài ra, tính mùa vụ của ngành bất động sản cũng khá tương đồng với sự tăng trưởng GDP và tín dụng trong năm ở Việt Nam. Theo đó, số căn hộ bán được thường được ghi nhận thấp nhất vào hai quý đầu năm và cao nhất ở hai quý cuối năm. Điều này có nghĩa là doanh thu của các công ty trong ngành bất động sản thường được hạch toán cao nhất trong 2 quý cuối của năm.

### Giai đoạn phát triển ngành bất động sản

Để xác định giai đoạn phát triển hiện tại của ngành so với toàn bộ nền kinh tế Việt Nam, chúng tôi đã tiến hành khảo sát sự tăng trưởng doanh thu của các công ty bất động sản đang được niêm yết và hệ số lợi nhuận trung bình của ngành bất động sản trong giai đoạn sau năm 2008. Kết quả khảo sát cho thấy, giữa 2 chu kỳ phát triển được đề cập bên trên của ngành, doanh thu trung bình của các công ty niêm yết đã tăng khoảng 241.6%. Trong khi đó GDP trung bình giữa 2 giai đoạn này tăng trưởng khoảng 53.6%.

Biên lợi nhuận gộp của ngành trong các năm gần đây đang được duy trì ở mức 33%. Mặc dù đây là một sự suy giảm đáng kể so với mức 42-43% trong những năm 2007, 2008, hệ số này vẫn khá cao so với mức trung bình hiệu số lợi nhuận của các công ty đang niêm yết (khoảng 17.7%). Do đó có thể khẳng định rằng, ngành bất động sản Việt Nam vẫn đang trong thời kỳ phát triển.

**Doanh thu và biên lợi nhuận gộp của ngành bất động sản**



Nguồn: MBS tổng hợp

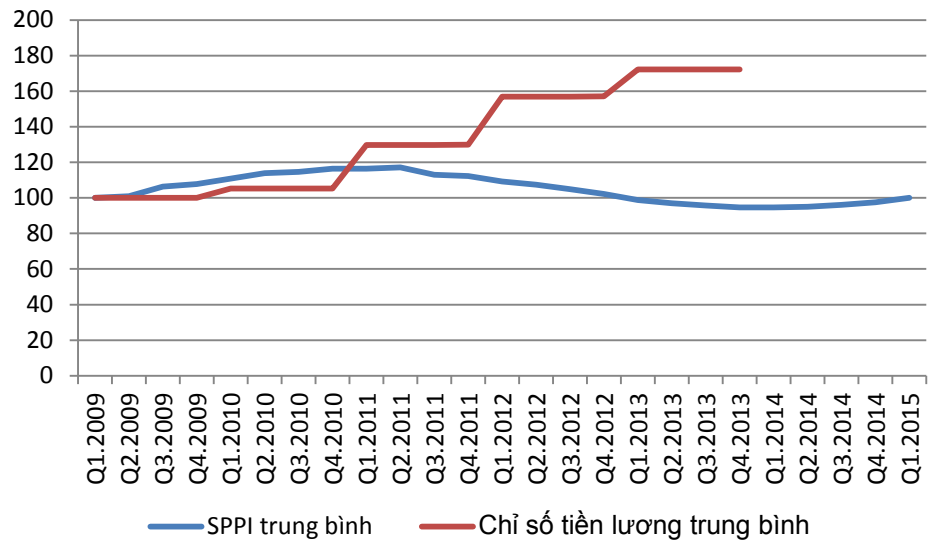
Ở một khía cạnh khác, biên lợi nhuận gộp giảm có thể được hiểu như hệ quả của một sự gia tăng cạnh tranh trong nội bộ ngành khi mà giá bán bị khống chế và giá vốn bán hàng lại tăng. Giá vốn bán hàng tăng ở đây phần lớn đến từ việc giá đất tăng do các... Như vậy để duy trì một mức lợi nhuận cao hơn mức trung bình của toàn thị trường thì các công ty bất động sản phải kiểm soát được giá vốn hàng bán ở mức thấp. Điều đó có nghĩa là các công ty bất động sản cần có quỹ đất chi phí rẻ để phát triển kinh doanh.

**Tính kinh tế của nhà ở ở Việt Nam**

Theo một nghiên cứu gần đây của Chương trình Định cư Con người Liên Hợp Quốc (UN-habitat), tỷ lệ giá nhà / thu nhập ở Việt nam giao động trong khoảng từ 8 - 9, cao hơn mức trung bình ở các nước đang phát triển là 7.8 ( theo báo cáo năm 2012). Điều này có nghĩa là so với các nước đang phát triển thì Việt Nam vẫn là nơi tương đối khó tiếp cận về mặt cư trú hơn. Thêm vào đó, báo cáo cũng chỉ ra rằng đối với những sản phẩm nhà ở có giá tầm 840 triệu đồng, chỉ có khoảng 5% người dân thành thị có khả năng chi trả (giả định rằng các chi phí dành cho nhà ở chiếm khoảng 25% thu nhập của người dân).

Tuy nhiên, kể từ năm 2011, giá nhà đã giảm đáng kể trong khi mức lương trung bình vẫn đang tăng ổn định. Theo thực tế, tính đến cuối Q1.2014, chỉ số giá nhà ở trung bình của Savills đã giảm 19.3% so với đỉnh của nó là 117.1 (2011) trước khi tăng trưởng dần dần lên mức 100.1 trong quý 1 năm 2015. Trong lúc đó, theo báo cáo của bộ lao động, mức lương trung bình của người dân Việt nam đã tăng lên mức 14.6% từ năm 2009 đến năm 2013 và có khả năng tiếp tục tăng trong tương lai. Theo cách khác, mức chênh giữa giá nhà và thu nhập trung bình của người dân Việt nam đang co hẹp lại khiến người dân càng ngày càng có thể dễ dàng mua nhà hơn ở nước này.

### Chỉ số SPPI trung bình và chỉ số tiền lương trung bình



Nguồn: Savills, Labour Force Survey, MBS research

### Cấu trúc ngành và khả năng sinh lời ngành bất động sản Việt Nam

Hiện tại ở Việt Nam có khoảng 4,480 công ty bất động sản đang hoạt động. Trong số này có thể chia thành 2 nhóm theo chuỗi giá trị là nhóm phát triển bất động sản và nhóm môi giới. Khi xét đến hàng rào gia nhập trong 2 nhóm công ty này thì có thể nhận thấy rằng các công ty phát triển bất động sản thường có nhu cầu về vốn cao hơn để hoạt động. Trong khi đó, lượng vốn cần thiết để duy trì hoạt động của các công ty môi giới lại rất hạn chế. Sự khác biệt về yêu cầu nguồn vốn này khiến cho hàng rào gia nhập vào nhóm công ty phát triển bất động sản cao hơn nhóm các công ty môi giới. Trong phạm vi báo cáo này, chúng tôi chú trọng vào phân tích nhóm các công ty phát triển bất động sản.

Về hoạt động kinh doanh, có thể phân chia các công ty này theo 3 nhóm bao gồm: Bất động sản kinh doanh và phát triển nhà ở, Bất động sản nghỉ dưỡng và Bất động sản cho thuê (Văn phòng, khu công nghiệp, bán lẻ). Mỗi nhóm ngành này bị chi phối bởi các yếu tố khác nhau làm ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh, qua đó tác động tới cấu trúc ngành.

- **Bất động sản để bán:** Chu kỳ kinh doanh thường khá thấp. Theo khảo sát của chúng tôi thì trung bình sau 3 đến 6 năm, các bất động sản này sẽ được tiêu thụ hết và ngưng đem lại doanh thu.
- **Bất động sản nghỉ dưỡng:** Dòng tiền đem lại có tính ổn định tương đối hơn và trong thời gian lâu hơn. Tuy nhiên, số lượng địa điểm có thể được khai thác cho các bất động sản loại này lại thường bị hạn chế. Ngoài ra, doanh thu của phân nhóm này bị ảnh hưởng rất lớn bởi thu nhập người dân (GDP) cũng như số lượng khách du lịch nước ngoài đến Việt Nam.
- **Bất động sản cho thuê:** Các yếu tố liên quan đến dòng tiền đầu tư như FDI đóng vai trò quan trọng trong việc bảo đảm nguồn thu của các doanh nghiệp trong ngành.

Ngoài các yếu tố đặc thù của từng phân nhóm được nêu ở trên thì các doanh nghiệp bất động sản còn có điểm chung là bị chi phối bởi yếu tố đầu vào là quỹ

đất. Không may rằng quỹ đất chỉ có thể được cung cấp duy nhất bởi chính phủ. Trong các năm qua thị trường bất động sản Việt Nam bị chi phối bởi nhiều rào cản pháp lý. Trong đó, có nhiều quy định tương đối bất cập liên quan đến các hoạt động mua bán chuyển nhượng bất động sản cũng như các hoạt động góp vốn làm ảnh hưởng đến sự phát triển của toàn ngành. Một ví dụ cho các rào cản này có thể kể đến Nghị Định 71/2010/NĐ-CP liên quan đến các quy định chi tiết về việc thực thi Luật Nhà Ở ngày 29/11/2005. Theo đó, chủ đầu tư không được huy động vốn bằng cách bán toàn bộ hay một phần dự án khi các cơ sở hạ tầng tối thiểu chưa hoàn thiện. Điều này có nghĩa là trong suốt giai đoạn từ lúc nhận giấy phép đến lúc giải phóng xong mặt bằng, các doanh nghiệp chỉ có thể dựa vào nguồn vốn tự có và vốn vay ngân hàng để triển khai.

Trong bối cảnh lãi suất cho vay trong các năm qua duy trì ở mức cao (11% - 21.85% trong giai đoạn 2008 – 2014), thì áp lực chi trả lãi vay là khá lớn trong khi vốn cổ phần đang bị hạn chế bởi những hệ lụy của cuộc khủng hoảng tài chính 2008. Điều này cộng với chi phí đền bù đất ngày càng gia tăng đã tạo ra một rào cản về tài chính cho bất kỳ doanh nghiệp nào muốn tham gia vào thị trường bất động sản. Ngoài ra, sự giới hạn trong việc tiếp cận nguồn vốn cũng khiến cho các doanh nghiệp không dám mở rộng kinh doanh. Thêm vào đó, trong môi trường cạnh tranh mà chỉ có một người bán và nhiều người mua thì sự cạnh tranh khốc liệt giữa những người mua sẽ làm phát sinh thêm các khoản chi phí phi chính thống, qua đó làm cho chi phí phát triển quỹ đất gia tăng.

Như vậy, trong môi trường cạnh tranh ngày càng khốc liệt, giá bán bị kiềm chế thì tỷ suất lợi nhuận của các công ty trong ngành phụ thuộc đáng kể vào quỹ đất và chi phí hình thành quỹ đất. Điều này có nghĩa là, trong dài hạn, các công ty có quỹ đất lớn nhiều khả năng sẽ cho lợi suất cao hơn các công ty còn lại.

Ngoài ra, mảng kinh doanh cũng đóng vai trò quan trọng trong việc duy trì tỷ suất lợi nhuận cao trong dài hạn. Trên thực tế, mặc dù lĩnh vực phát triển và kinh doanh bất động sản đem lại lợi nhuận cao hơn so với các mảng bất động sản khác, tuy nhiên, sau khi mỗi chu kỳ kinh doanh hoàn tất, những doanh nghiệp trong mảng này sẽ phải tìm kiếm quỹ đất khác để tiếp tục phát triển và tạo ra doanh thu.

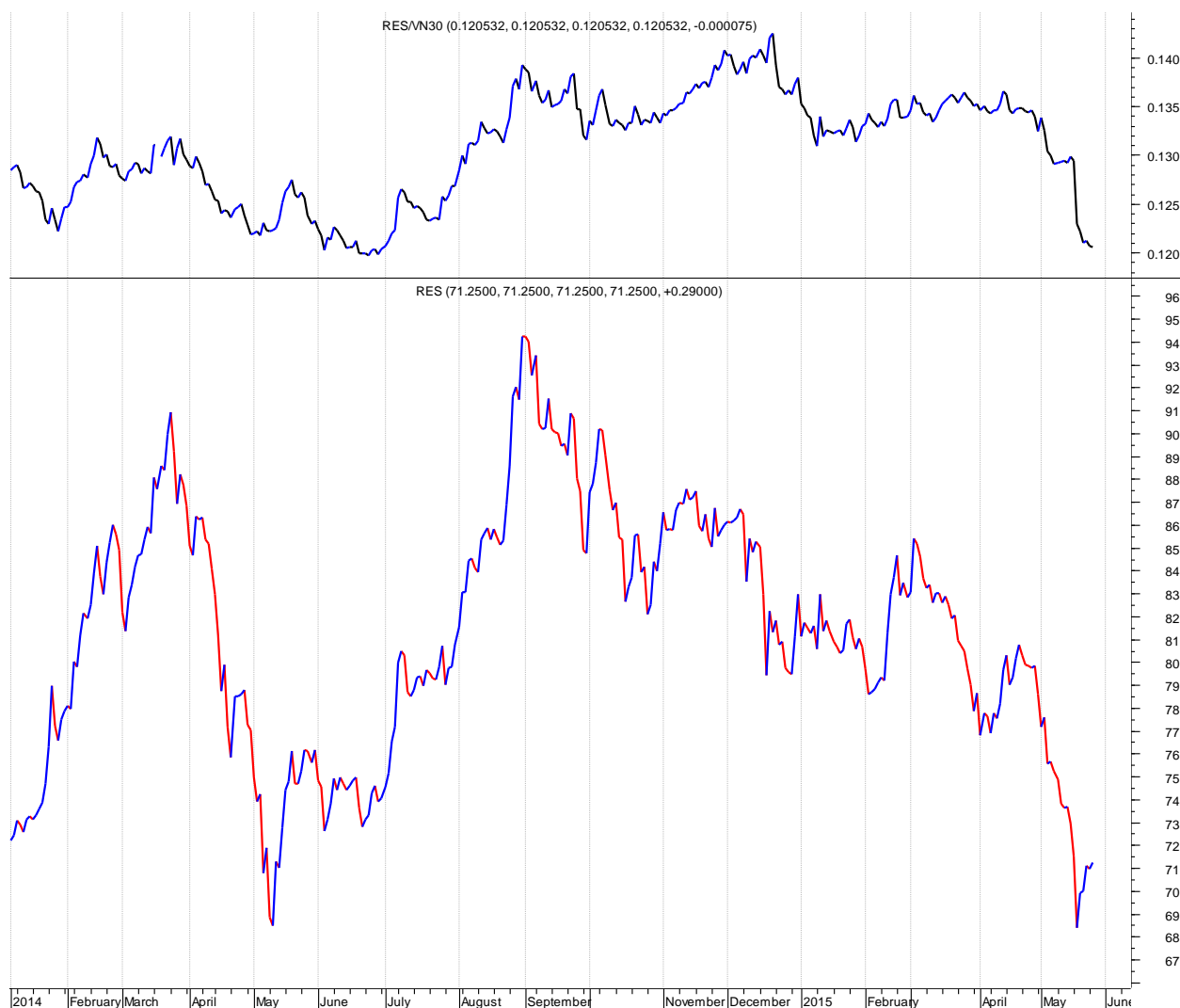
Như đã phân tích ở trên, khi chi phí đất ngày càng gia tăng thì những công ty nào có quỹ đất hiện tại lớn hơn sẽ chiếm được ưu thế cao hơn về giá vốn. Ngoài ra, trong dài hạn, khi quỹ đất cạn kiệt, các công ty trong ngành sẽ phải cần đến các bất động sản dịch vụ như trung tâm thương mại, khu công nghiệp hay văn phòng và căn hộ cho thuê để duy trì thu nhập. Tuy nhiên, tại giai đoạn bão hòa này, để cho một khả năng sinh lời cao hơn mức trung bình của toàn thị trường, các doanh nghiệp phải bảo đảm được rằng chi phí đầu tư vào các dự án của mình là thấp nhất. Điều này đồng nghĩa với việc các công ty cần phải có một quỹ đất rẻ để đảm bảo tính cạnh tranh của mình trong tương lai.



## 2. DIỄN BIẾN CỔ PHIẾU NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

Tương quan biến động giá cổ phiếu của ngành so với thị trường trong quý 2/2015

### Biến động giá cổ phiếu nhóm ngành BĐS



Để khảo sát tương quan giá biến động của cổ phiếu ngành bất động sản và toàn thị trường chúng tôi thực hiện hai bước, trong đó bước 1 sẽ tính toán chỉ số ngành bất động sản (RES) theo phương pháp tương tự như phương pháp thiết lập chỉ số VNindex và VN30, sang bước 2 chúng tôi thực hiện so sánh sự tương quan biến động của chỉ số cổ phiếu ngành bất động sản với chỉ số VN30 và VNindex<sup>1</sup> bằng cách chia chỉ số ngành bất động sản cho chỉ số VNindex và VN30.

Sau 02 bước trên chung tôi có được đồ thị mô tả tương quan biến động của Chỉ số ngành Bất động sản với chỉ số VN30 và VNindex, phần trên của đồ thị 1. Đồ thị 1 cho chúng tôi thông tin, kể từ tháng 8/2014 ngành bất động sản đã có quá trình điều chỉnh giảm sau quá trình tăng giá kéo dài từ cuối năm 2012 tới 8/2014. Trong giai đoạn đầu điều chỉnh cổ phiếu bất

<sup>1</sup> Đây là các chỉ số chúng tôi tin là có thể phản ánh được biến động của thị trường cổ phiếu tại Việt Nam

động sản đã giảm chậm hơn so với chỉ toàn thị trường, 02 phần trên đồ thị 1, quá trình sụt giảm chậm kéo dài cho tới nửa đầu tháng 12/2014. Nhóm cổ phiếu ngành bất động sản đã có quá trình sụt giảm nhanh hơn so với toàn thị trường kể từ tháng 12/2014 cho tới giữa tháng nửa cuối tháng 1/2015, chỉ số RES/VN30 và RES/VNindex bắt đầu đi lên lần lượt ở nửa đầu và cuối tháng 1/2015.

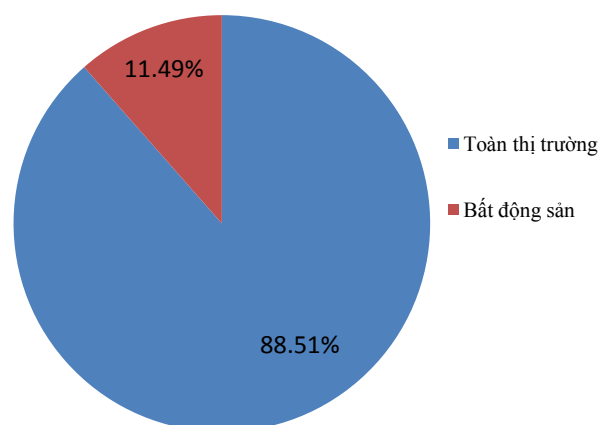
Cho tới thời điểm hiện tại, hết tháng 4/2015 chỉ số Ngành Bất động sản đang có bước giảm chậm hơn so với chỉ số VNindex, và đây là tín hiệu cho thấy nhóm cổ phiếu ngành bất động sản có thể đang trong giai đoạn chuyển xu thế khi so sánh với toàn thị trường<sup>2</sup>.

### Mức giá tương đối của cổ phiếu ngành BĐS so với thị trường

#### Thông số định giá cơ bản của ngành BĐS

	Vốn hóa (tỷ VNĐ)	P/E cơ bản	P/B
Bất động sản	159,193.94	16.64	2.26
HOSE	1,018,667.86	12.95	2.54
HNX	139,450.23	11.42	1.71
UPCOM	38,719.56	14.03	1.77

#### Tỷ trọng vốn hóa ngành BĐS và toàn thị trường



Thông số định giá cơ bản cho thấy hiện tại cổ phiếu ngành bất động sản đang được định giá cao hơn so với thị trường chung, đây là dấu hiệu cho thấy các nhà đầu tư vẫn đang kỳ vọng vào khả năng tăng trưởng của Công ty Bất động sản cao hơn so với thị trường.

<sup>2</sup> Việc chuyển xu thế không nhất thiết là giai đoạn chuyển từ xu thế giảm sang xu thế tăng mà có thể là đi ngang.

### 3. TRIỂN VỌNG NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN

#### Triển vọng trong dài hạn

Xét về cán cân cung cầu ở thị trường bất động sản Việt Nam hiện nay thì tỉ lệ dân số Việt Nam trong độ tuổi 24 - 30 vào khoảng 14,2%. Như vậy, số lượng người dân có nhu cầu về nhà ở trong tương lai sẽ vào khoảng 13,3 triệu người. Mặt khác, theo thống kê của Bộ Xây Dựng, diện tích bình quân nhà ở năm 2014 đạt khoảng 20,6 m<sup>2</sup>/người (dự kiến sẽ tăng lên 21,5 m<sup>2</sup>/người trong năm 2015). Như vậy nhu cầu về nhà ở trong thời gian sắp tới vào khoảng 273,980,000 m<sup>2</sup>, tương đương với 3.914.000 căn hộ có diện tích 70 m<sup>2</sup>. Tuy nhiên, theo thống kê Quý I của Savills, tổng nguồn cung sơ cấp căn hộ, nhà liên kế/ biệt thự ở 2 thị trường chính là Hà Nội và TP. Hồ Chí Minh chỉ vào khoảng 66.717 đơn vị. Do đó có thể khẳng định nhu cầu về nhà ở hiện nay vẫn còn rất lớn so với nguồn cung.

Tuy nhiên, như đã được đề cập bên trên, hệ số sinh lời của ngành vẫn còn cao hơn so với mức trung bình của toàn bộ thị trường niêm yết (mặc dù đã giảm khoảng 30% so với giai đoạn 2008 – 2010). Mức chênh lệch hiện tại về mức sinh lời giữa ngành bất động sản và các ngành khác khiến cho ngành bất động sản trở nên hấp dẫn trong mắt các đầu tư và do đó sẽ thu hút nhiều doanh nghiệp tham gia vào thị trường bất động sản. Sự cạnh tranh giữa các nhà phát triển bất động sản theo đó cũng gia tăng. Điều này sẽ thúc đẩy các công ty bất động sản mở rộng quỹ đất sang các khu vực ngoài thành phố Hồ Chí Minh hay Hà Nội để đảm bảo một mức chi phí hàng bán thấp trong tương lai.

Sự gia tăng cạnh tranh này sẽ khiến cho biên lợi nhuận của toàn ngành giảm dần theo thời gian về mức trung bình của toàn thị trường.

#### Triển vọng trong ngắn hạn

##### Thị trường bất động sản trong quý 1/2015

Trong quý 1/2015, thị trường bất động sản tiếp tục quá trình phục hồi và tăng trưởng được bắt đầu từ năm 2013, trong quý 1/2015 quá trình tăng trưởng thị trường thể hiện cả ở số lượng nhà ở được bán ở tất cả các phân khúc (A - B - C) và giá bán, cụ thể:

Theo báo cáo của Savills, tại TP.HCM số lượng căn hộ được bán trong quý 1/2015 khoảng 4.200 căn, tăng 3% theo quý và 167% theo năm, trong khi đó tại TP.Hà Nội 5.600 căn hộ được bán tăng 62% theo quý và tăng 200% so với quý 1/2014. Giá bán sản phẩm nhà ở vẫn tiếp tục tăng tiếp nối theo quá trình tăng giá từ quý 2/2014, và tùy theo từng vị trí cụ thể của bất động sản, tuy nhiên theo Savills tính trung bình thì quý 1/2015 tại Hà Nội giá nhà ở tăng 2% theo quý và tại một số quận thì mức giá tăng 11%, một số quận giảm 4%.

##### Nhân tố hỗ trợ tăng trưởng ngành bất động sản

Trong Quý 1 2015, GDP tăng trưởng ở mức 6.03%, cao hơn 1% so với cùng kỳ năm trước cho thấy nền kinh tế của của Việt Nam đang tăng trưởng với gia tốc nhanh hơn. Trong khi đó, chỉ số PMI vẫn tiếp tục được duy trì trên mức 50 điểm trong nhiều tháng, ám chỉ một triển vọng tích cực đối với nền kinh tế Việt Nam trong thời gian sắp tới. Điều này có nghĩa là thu nhập người dân Việt Nam đang được đảm bảo.

Mặt khác, lãi suất cho vay trung và dài hạn đang dao động trong khoảng 10 – 12%/năm, và dự kiến có thể giảm về mức dưới 10%/năm trong 2015. Dự nợ tín dụng được định hướng sẽ tăng trưởng ở mức 17%, cao hơn 4% so với mức tăng trưởng được ghi nhận trong 2014. Như vậy, các yếu tố vĩ ảnh hưởng đến ngành động sản đang cho thấy những chuyển biến tích cực, tạo động lực cho sự phát triển của ngành.

Bên cạnh đó, trong năm 2015, hàng loạt chính sách mới có tính cởi mở hơn đối với ngành bất động sản sẽ được thi hành. Do đó, có thể kỳ vọng rằng ngành bất động sản sẽ tăng trưởng với tốc độ nhanh hơn so với giai đoạn vừa qua.

### **Hướng chuyển dịch kinh doanh trong năm 2015**

Theo nhận định của Bộ Trưởng Bộ Xây Dựng, nhu cầu cho nhà ở xã hội hiện nay còn rất lớn; khoảng 80% người dân cần các sản phẩm loại hình này. Từ nay cho đến cuối năm 2015, ở các khu vực đô thị trên toàn quốc, sẽ có khoảng 3,455,000 người có khó khăn về nhà ở hoặc có nhu cầu ổn định về chỗ ở. Để đáp ứng nhu cầu này, sẽ cần khoảng 700.000 căn hộ. Tuy nhiên, nguồn cung cho phân khúc này trên thị trường hiện nay còn đang hạn chế. Hiện tại, trên toàn quốc có khoảng 150 dự án đang được triển khai với quy mô khoảng 55,830 căn hộ cho người thu nhập thấp và 66,753 căn hộ dành cho công nhân.

Ngoài ra, trong thời gian tới, khi Luật Nhà ở (sửa đổi) được thông qua, nhu cầu về dòng sản phẩm nhà ở cao cấp có thể sẽ tăng. Hiện nay, cả nước có khoảng 80.000 người làm ăn và sinh sống tại Việt Nam. Tuy nhiên, số lượng người nước ngoài sở hữu nhà ở Việt Nam đang chiếm tỉ lệ rất thấp (dưới 1%). Sau khi được áp dụng, Luật Nhà Ở (sửa đổi) sẽ bổ sung thêm một nguồn cầu mới cho thị trường bất động sản Việt Nam.

*Từ những nhân tố lạc quan ở trên, chúng tôi dự báo số lượng nhà ở được bán trong năm 2015 tăng trưởng ở mức 200% tương đương tốc độ tăng trưởng trong quý 1/2015 so với cùng kỳ, và tốc độ tăng giá cả năm của giá nhà sẽ ở mức tương đương ở quý 1/2015 ở mức 2%<sup>3</sup>.*

### **Khả năng tạo lợi nhuận**

Tốc độ tăng trưởng về số lượng<sup>4</sup> và giá bán bất động sản của các công ty niêm yết được nhận định tương đương như ngành ở trên cho phép chúng tôi đánh giá doanh thu của toàn ngành bất động sản sẽ tăng ở mức bằng 200% trong năm 2015 khi so sánh với năm 2014, mức tăng trưởng này cho phép chúng tôi ước lượng doanh số các công ty niêm yết thuộc ngành bất động sản ở mức 103.780,64 tỷ.

Lợi nhuận sau thuế/Doanh thu giai đoạn từ 2011 - 2014 của ngành bất động sản biến động nhiều do tác động của chi phí tài chính và các loại chi phí khác biến động đi kèm chu kỳ kinh tế, tại thời điểm năm 2014 khi nền kinh tế đạt sự ổn định và cân bằng, lợi nhuận sau thuế/ doanh thu của ngành bất động sản ở mức 16%, chúng tôi sử dụng con số này để ước lượng lợi nhuận sau thuế của ngành năm 2015, con số mà chúng tôi thu được là: 16,604.9 tỷ (lợi nhuận sau thuế).

### **Cách thức các công ty mở rộng quy mô vốn và các ảnh hưởng đến EPS**

Với những cơ hội được mở ra khi thị trường phục hồi. kể từ đầu năm 2015, hàng loạt công ty bất động sản niêm yết đã bắt đầu tiến hành tăng vốn để triển khai

<sup>3</sup> Chúng tôi có xem xét tới yếu tố cung cầu thị trường nhà ở, được dự báo bởi các công ty Savills và một số công ty khác, và trong dự báo của mình, chúng tôi cũng dựa trên quan điểm riêng của MBS.

<sup>4</sup> Theo thông tư mới nhất thông tư 200/2014/TT-BTC, thì cơ bản các công ty bất động sản chỉ được ghi nhận doanh thu khi mà họ bàn giao sản phẩm hoàn thành (căn hộ) cho khách hàng, do vậy chúng tôi sử dụng số căn hộ bán được để ước lượng doanh thu ngành

những dự án của mình. Do lãi suất đang ở mức thấp nhất trong nhiều năm nên một số công ty đã chọn nợ vay làm kênh tăng vốn chủ đạo. Tuy nhiên, một bộ phận lớn các doanh nghiệp khác lại chọn tăng vốn từ nguồn vốn chủ sở hữu mặc dù chi phí cho kênh này cao hơn so với nợ vay. Theo thống kê của chúng tôi, trong năm 2015, có thêm khoảng 2 tỷ cổ phiếu trong ngành bất động sản được phát hành.

### Số lượng cổ phiếu lưu hành hàng năm (tỷ cổ phiếu)

Năm	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
BDS	6.83	5.33	4.55	3.83	3.26	2.31	1.74
Thị trường	30.86	27.24	25.04	22.39	19.34	14.61	11.17
Tốc độ tăng CPLH - BDS	28.20%	17.22%	18.55%	17.59%	40.93%	33.24%	
Tốc độ tăng CPLH - Thị trường	13.27%	8.79%	11.86%	15.75%	32.38%	30.76%	

Với mức cổ phiếu 10.25 tỷ cổ phiếu EPS năm 2015 của Ngành bất động sản ở mức 1.620,54đồng trong điều kiện lượng cổ phiếu phát hành tăng 50% so với 2014.

### Triển vọng tăng giá cổ phiếu ngành bất động sản

Khi đánh giá triển vọng cổ phiếu ngành chúng tôi dựa vào khả năng tăng trưởng trong ngắn hạn (trong vòng 1 năm), và trong dài hạn (theo một chu kỳ kinh tế). Việc đánh giá dựa vào 02 nhóm tiêu chí cơ bản:

- Nhóm tiêu chí liên quan tới kết quả kinh doanh trong năm và định giá cổ phiếu, bao gồm định giá theo phương pháp tương đối
  - Nhóm cổ phiếu liên quan tới biến động giá và tương quan với biến động giá toàn thị trường.
- a. Chỉ tiêu định giá tương đối**
- Chúng tôi dựa vào chỉ tiêu P/E để định giá cổ phiếu ngành bất động sản trong giai đoạn năm 2015
  - Với mức EPS được dự báo xoay quanh mức 1,620.54đồng/cổ phiếu, P/E forward của cổ phiếu bất động sản sẽ xoay quanh mức 12.33
  - P/E forward của ngành Bất động sản ở mức 12.33 theo chúng tôi là mức trung bình của thị trường trong trạng thái cân bằng kể từ năm 2012 - nay, do vậy chúng tôi cho rằng ở mức P/E hiện tại thì giá cổ phiếu ngành Bất Động sản không còn hấp dẫn hơn so với thị trường.
- b. Biến động giá cổ phiếu Ngành Bất động sản**
- Giá cổ phiếu bất động sản tăng kể từ cuối năm 2012 và kéo dài tới tháng 8/2014, trong đó các cổ phiếu trong ngành lần lượt luân phiên tăng trong suốt giai đoạn này, và đây cũng là giai đoạn mà nhóm cổ phiếu Bất động sản là một trong những nhóm cổ phiếu dẫn dắt thị trường.
  - Khi xem xét lại nguyên nhân cổ phiếu của một ngành tăng điểm dẫn dắt thị trường chúng tôi rút ra rằng hầu như tất cả các ngành khi cổ phiếu tăng giá thì cần phải có kết quả kinh doanh tăng trưởng vượt trội thể hiện ở thống số EPS tăng trưởng cao. Ngành bất động sản, trong 02 giai đoạn năm 2009 và cuối năm 2012 - 8/2014 đã tăng nhanh đều kèm với việc kết quả kinh doanh của giai đoạn đó cao hơn năm liền trước rất nhiều, bảng 3 dưới:

### EPS ngành Bất động sản từ năm 2009 - 2014

Năm	2014	2013	2012	2011	2010	2009
Bất động sản	1,217	1,665	593	1,164	3,933	3,570
Tỷ lệ tăng trưởng Thị trường	5.25%	9.81%	-10.66%	-24.30%	-5.10%	67.38%
Tỷ lệ tăng trưởng ngành BDS	-26.88%	180.79%	-49.04%	-70.42%	10.18%	101.71%

- Từ bảng 3 có thể thấy rằng EPS của cổ phiếu ngành bất động sản năm 2013 và 2009 đã có bước tăng mạnh so với năm trước đó, và giá cổ phiếu đã tăng, điều này có nghĩa là giá cổ phiếu sẽ tăng khi kết quả kinh doanh/cổ phiếu tăng,
- EPS năm 2015 của các cổ phiếu bất động sản không đạt bước tăng đột biến so với năm 2014 đây là yếu tố dẫn tới Cổ phiếu ngành Bất động sản sẽ ít khả năng tạo ra sự dẫn dắt thị trường tăng điểm.

### **Kết Luận**

Dự báo EPS, diễn tiến giá cổ phiếu ngành Bất động Sản trong quá khứ và động lực tăng giá của cổ phiếu ngành trong quá khứ đưa chúng tôi đến kết luận rằng: *trong năm 2015 ngành bất động sản ít có khả năng trở thành ngành dẫn dắt thị trường tăng giá và việc đầu tư vào cổ phiếu ngành bất động sản có thể đạt mức lợi suất tương đương mức lợi suất toàn thị trường.*

### **Chiến lược đầu tư đối với cổ phiếu ngành**

Nhận định ngành Bất động sản không thực sự có nhiều khả năng dẫn dắt và vượt qua thị trường trong năm 2015 mặc dù về dài hạn thì ngành Bất động sản vẫn là một trong những ngành kinh doanh đạt được lợi suất cao nhất trong nền kinh tế. Do đó chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư cân nhắc xem xét cơ cấu lại danh mục đầu tư theo hướng không tăng tỷ trọng cổ phiếu ngành bất động sản ở vùng giá hiện tại.

Ngoài ra, cơ hội đầu tư vào cổ phiếu ngành Bất động sản nên hướng tới cụ thể từng cổ phiếu thay vì nhấn mạnh tới đặc tính ngành, bởi lẽ mỗi công ty Bất động sản sẽ có được những đặc tính riêng mà làm cho công ty có khả năng kinh doanh vượt trội so với ngành và ở mức giá hợp lý. Chúng tôi đề xuất các tiêu chí để đánh giá các công ty bất động sản như sau:

- **Yếu tố trong dài hạn:** Như đã phân tích ở trên, chi phí quỹ đất quyết định rất lớn đến lợi nhuận của công ty trong tương lai. Do đó, chúng tôi đánh giá cao các công ty nào đang có quỹ đất lớn, nằm ở những vị trí có nhiều tiềm năng để phát triển trong tương lai như các khu vực lân cận TP. Hồ Chí Minh, Hà Nội hay các tỉnh thành phố khác.
- **Yếu tố trong ngắn hạn:** Chúng tôi quan tâm đến cổ phiếu của các công ty bất động sản chưa cho thấy sự cải thiện về mặt tài chính trong năm vừa qua nhưng có thể tận dụng được những tiềm năng tích cực của ngành để phục hồi.
- **Yếu tố giá:** Chúng tôi khuyến nghị các cổ phiếu có nền tảng cơ bản tốt nhưng giá trị chưa được phản ánh vào giá thị trường. Để lọc ra các cổ phiếu thỏa mãn yêu cầu này, chúng tôi đã lập ra bộ chỉ số dành riêng cho từng cổ phiếu cũng như cho toàn ngành bất động sản và tiến hành so sánh (lấy mốc 100 vào năm 2008).

**Các cổ phiếu thỏa mãn những yêu cầu này gồm có:** DIG, KBC và CEO. Chúng tôi sẽ đánh giá chi tiết hơn về tiềm năng tăng trưởng của các công ty này trong các báo cáo sắp tới



#### 4. PHỤ LỤC

Các văn bản pháp lý quan trọng ảnh hưởng đến ngành bất động sản:

Tên văn bản	Các nội dung tiêu biểu
<b>Luật nhà ở (sửa đổi) 2014</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cho phép người nước ngoài và Việt kiều mua BĐS tại Việt Nam</li> </ul>
<b>Luật Kinh Doanh BĐS (sửa đổi) 2014</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Quy định về nhà ở hình thành trong tương lai:               <ul style="list-style-type: none"> <li>◦ Được bán, cho thuê mua nhà, công trình xây dựng trong tương lai khi được tổ chức tín dụng bảo lãnh.</li> <li>◦ Thanh toán lần đầu không quá 30% và tổng các lần thanh toán không quá 70% giá trị hợp đồng khi chưa bàn giao nhà.</li> <li>◦ Bên mua và thuê mua được chuyển nhượng hợp đồng thuê mua khi chưa nộp đề nghị cấp sổ đỏ , sổ hồng.</li> </ul> </li> <li>• Chủ đầu tư dự án Bất động sản được chuyển nhượng toàn bộ hoặc một phần dự án cho chủ đầu tư khác để tiếp tục đầu tư kinh doanh</li> </ul>
<b>Thông tư số 32/2014/TT-NHNN</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nâng thời gian hỗ trợ đối với khách hàng là hộ gia đình, cá nhân mua, thuê, thuê mua nhà ở xã hội, thuê, mua nhà ở thương mại từ 10 năm lên 15 năm. Ngoài ra, đối tượng được mở rộng tham gia chương trình cho vay hỗ trợ nhà ở theo Nghị quyết 02/NQ-CP của Chính phủ bao gồm:               <ul style="list-style-type: none"> <li>◦ Khách hàng cá nhân mua nhà ở thương mại tại dự án phát triển nhà ở, dự án đầu tư xây dựng khu đô thị trên địa bàn đã được cấp có thẩm quyền phê duyệt có tổng giá trị hợp đồng mua bán (kể cả nhà và đất) không vượt quá 1,05 tỷ đồng</li> <li>◦ Khách hàng cá nhân tại đô thị đã có đất ở phù hợp với quy hoạch và đang gặp khó khăn về nhà ở nhưng chưa được Nhà nước hỗ trợ dưới mọi hình thức được vay vốn để xây dựng mới hoặc cải tạo, sửa chữa nhà.</li> <li>◦ Hộ gia đình, cá nhân có phương án đầu tư cải tạo hoặc xây dựng mới nhà ở xã hội phù hợp với quy định của pháp luật để cho thuê, cho thuê mua và để bán</li> </ul> </li> </ul>
<b>Quyết định số 2788/QĐ-NHNN</b>	<p>Mức lãi suất của các ngân hàng thương mại áp dụng trong năm 2015 đối với dư nợ của các khoản cho vay hỗ trợ nhà ở theo quy định tại Thông tư số 11/2013/TT-NHNN ngày 15/05/2013 (gói 30.000 tỷ) và Thông tư số 32/2014/TT-NHNN ngày 18/11/2014 là 5,0%/năm.</p>

**Danh sách công ty trong ngành Bất Động Sản**

Công ty	Mã	P/E Cơ bản	P/B	ROA	ROE	Lãi/DT	Công nợ/TS
<b>Công ty Cổ phần Đầu tư Châu Á Thái Bình Dương</b>	API	361.52	1.33	0.19%	0.37%	24.24%	51.43%
<b>Công ty Cổ phần Đầu tư Xây dựng Bình Chánh</b>	BCI	16.11	0.89	2.92%	5.52%	40.45%	45.29%
<b>Công ty Cổ phần Thế kỷ 21</b>	C21	9.02	0.74	6.92%	8.30%	22.39%	15.72%
<b>Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Công nghiệp Thương mại Củ Chi</b>	CCI	11.21	0.82	2.60%	7.34%	2.97%	65.24%
<b>Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Đô thị Dầu khí Cửu Long</b>	CCL	45.6	0.36	0.41%	0.79%	5.94%	49.67%
<b>Công ty Cổ phần Đầu tư C,E,O</b>	CEO	5.81	1.91	7.51%	19.63%	23.94%	60.85%
<b>Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Nhà đất Cotec</b>	CLG	11.99	0.68	1.11%	5.78%	5.86%	80.95%
<b>Công ty Cổ phần Địa ốc 11</b>	D11	43.81	0.73	0.82%	1.62%	1.42%	49.43%
<b>Công ty Cổ phần Phát triển Đô thị Công nghiệp số 2</b>	D2D	5.92	0.94	5.15%	16.53%	19.14%	64.98%
<b>Tổng Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Xây dựng</b>	DIG	48.02	0.87	0.91%	1.84%	6.89%	51.18%
<b>Công ty Cổ phần Địa ốc Đà Lạt</b>	DLR	-3.32	0.69	-4.06%	-	-19.80%	79.63%
<b>Công ty Cổ phần Đầu tư Căn Nhà Mơ Ước</b>	DRH	9.34	0.52	3.80%	5.91%	5.65%	32.49%
<b>Công ty Cổ phần Đệ Tam</b>	DTA	97.67	0.58	0.27%	0.60%	2.15%	55.28%
<b>Công ty Cổ phần Dịch vụ và Xây dựng Địa ốc Đất Xanh</b>	DXG	6.11	1.83	9.79%	20.52%	42.09%	50.37%
<b>Công ty Cổ phần Ngoại thương và Phát triển Đầu tư Thành phố Hồ Chí Minh</b>	FDC	31.47	0.92	1.70%	2.51%	99.00%	34.77%
<b>Công ty Cổ phần Tập đoàn FLC</b>	FLC	6.78	0.85	9.48%	13.76%	17.24%	27.53%
<b>Công ty Cổ phần Hoàng Anh Gia Lai</b>	HAG	10.72	1.11	4.46%	10.88%	50.94%	57.68%
<b>Công ty Cổ phần Đầu tư Thương mại Bất động sản An Dương Thảo Điền</b>	HAR	13.34	0.75	5.24%	5.76%	27.55%	4.59%
<b>Công ty Cổ phần Phát triển Nhà Bà Rịa Vũng Tàu</b>	HDC	26.27	1.01	1.83%	3.93%	5.99%	49.51%
<b>Công ty Cổ phần Tập đoàn Hà Đô</b>	HDG	12.26	2.12	6.42%	18.44%	10.47%	54.17%
<b>Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Bất động sản HUDLAND</b>	HLD	5.13	1	13.19%	20.86%	18.10%	38.24%
<b>-Công ty Cổ phần Tư vấn Thương mại Dịch vụ Địa ốc Hoàng Quân</b>	HQC	25.58	0.61	0.84%	2.20%	9.17%	55.97%
<b>Công ty Cổ phần Đầu tư Tài chính Quốc tế và Phát triển doanh nghiệp IDJ</b>	IDJ	-3.28	0.34	-9.52%	-9.79%	-91.59%	2.67%
<b>Công ty Cổ phần Phát triển Hạ tầng Vĩnh Phúc</b>	IDV	6.01	3.37	12.91%	65.47%	70.08%	79.51%
<b>Công ty Cổ phần Phát triển Hạ tầng</b>	IJC	12.85	0.97	3.99%	7.59%	22.25%	54.44%



<b>Kỹ thuật</b>							
<b>Công ty Cổ phần Đầu tư và Công nghiệp Tân Tạo</b>	ITA	33.44	0.61	1.27%	1.92%	42.14%	33.42%
<b>Công ty Cổ phần Đầu tư – Kinh doanh nhà</b>	ITC	72.61	0.36	0.32%	0.49%	1.61%	31.34%
<b>Công ty Cổ phần Đầu tư Địa ốc Khang An</b>	KAC	209.01	1.13	0.33%	0.54%	7.79%	41.79%
<b>Tổng Công ty Phát triển Đô thị Kinh Bắc</b>	KBC	18.42	1.39	2.55%	6.91%	29.18%	52.05%
<b>Công ty Cổ phần Đầu tư và Kinh doanh nhà Khang Điền</b>	KDH	15.67	1.17	4.20%	8.29%	10.11%	50.77%
<b>Công ty Cổ phần Xuất nhập khẩu Khánh Hội</b>	KHA	6.21	1.29	16.34%	22.09%	37.58%	24.16%
<b>Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Đô thị Long Giang</b>	LGL	4.69	0.5	4.59%	11.16%	19.55%	53.60%
<b>Công ty Cổ phần Long Hậu</b>	LHG	14.6	0.58	1.61%	3.93%	8.05%	56.70%
<b>Công ty Cổ phần Đầu tư Năm Bẩy Bẩy</b>	NBB	27.6	0.77	1.11%	2.40%	15.08%	49.31%
<b>Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Nhà Đà Nẵng</b>	NDN	4.51	1.29	10.32%	27.45%	21.72%	51.82%
<b>Công ty Cổ phần Phát triển Đô thị Nam Hà Nội</b>	NHN	6.84	2.36	8.35%	41.75%	15.82%	77.95%
<b>Công ty cổ phần Đầu tư Nam Long</b>	NLG	22.52	1.25	2.64%	5.93%	11.94%	49.33%
<b>Công ty Cổ phần Đầu tư Xây dựng và Khai thác Công trình giao thông 584</b>	NTB	2.07	0.14	0.99%	6.81%	18.67%	86.72%
<b>Công ty Cổ phần Phát triển Đô thị Từ Liêm</b>	NTL	20.45	0.88	2.73%	4.31%	16.34%	36.96%
<b>Công ty Cổ phần Nhà Việt Nam</b>	NVN	-0.51	0.35	-5.71%	-	-111.04%	91.54%
					51.00%		
<b>Công ty Cổ phần Bất động sản Du lịch Ninh Vân Bay</b>	NVT	61.28	0.41	0.40%	0.67%	10.59%	30.32%
<b>Công ty Cổ phần Phát triển Bất động sản Phát Đạt</b>	PDR	55.03	1.56	0.71%	2.88%	10.03%	75.74%
<b>Công ty Cổ phần Dầu khí Đông Đô</b>	PFL	-4.33	0.17	-2.44%	-3.81%	-104.50%	35.99%
<b>Công ty Cổ phần Phát triển hạ tầng và Bất động sản Thái Bình Dương</b>	PPI	8.02	0.73	2.76%	7.60%	6.50%	61.94%
<b>Công ty Cổ phần Đầu tư Hạ tầng và Đô thị Dầu khí</b>	PTL	81.86	0.26	0.14%	0.32%	1.34%	48.97%
<b>Công ty Cổ phần Đầu tư PV2</b>	PV2	-3.21	0.39	-9.94%	-	-	12.62%
					11.32%	5651.42%	
<b>Công ty Cổ phần Địa ốc Dầu khí</b>	PVL	15.29	0.42	1.09%	2.81%	120.23%	60.06%
<b>Công ty Cổ phần Kinh doanh Dịch vụ Cao cấp Dầu khí Việt Nam</b>	PVR	279.37	0.35	0.05%	0.13%	133.79%	50.15%
<b>Công ty Cổ phần Đầu tư và Thương mại Dầu khí Nghệ An</b>	PXA	175.16	1.28	0.06%	0.70%	0.11%	91.51%
<b>Công ty Cổ phần Đầu tư Xây dựng thương mại dầu khí IDICO</b>	PXL	-54.75	0.29	-0.37%	-0.52%	-25.83%	29.11%
<b>Công ty Cổ phần Quốc Cường Gia Lai</b>	QCG	19.9	0.62	0.85%	1.84%	10.68%	43.26%

<b>Công ty Cổ phần Địa ốc Chợ Lớn</b>	RCL	5.56	0.67	7.08%	12.39%	10.73%	39.15%
<b>Công ty Cổ phần Địa Ốc Sài Gòn Thương Tín</b>	SCR	42.18	0.58	0.48%	1.17%	4.22%	57.13%
<b>Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển đô thị Sài Đồng</b>	SDI	6.14	2.55	9.75%	52.49%	23.11%	77.85%
<b>Công ty Cổ phần Sonadezi Long Thành</b>	SZL	7.84	0.74	3.65%	9.32%	24.21%	62.69%
<b>Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Đô thị và Khu công nghiệp Sông Đà</b>	SJS	14.44	1.29	2.84%	9.34%	11.30%	67.42%
<b>Công ty Cổ phần Sông Đà – Thăng Long</b>	STL	-0.16	0	-6.18%	0.00%	-260.43%	105.71%
<b>Công ty Cổ phần Phát triển Nhà Thủ Đức</b>	TDH	14.74	0.53	2.17%	3.69%	8.39%	37.91%
<b>Công ty Cổ phần Tập đoàn Đầu tư Thăng Long</b>	TIG	7.12	0.92	7.45%	12.53%	21.74%	27.66%
<b>Công ty Cổ phần Sản xuất Kinh doanh Xuất nhập khẩu Dịch vụ và Đầu tư Tân Bình</b>	TIX	8.33	0.9	6.28%	10.87%	19.13%	42.76%
<b>Công ty Cổ phần Xây dựng số 11</b>	V11	-0.76	0.25	-3.39%	-	-10.12%	87.79%
					25.47%		
<b>Công ty Cổ phần Xây dựng số 3</b>	VC3	6.91	0.57	1.42%	8.42%	3.47%	83.61%
<b>Công ty Cổ phần Đầu tư và Phát triển Du lịch Vinaconex</b>	VCR	65.3	0.45	0.24%	0.70%	5.06%	65.51%
<b>-Tập đoàn Vingroup Công ty Cổ phần</b>	VIC	20.06	3.27	3.80%	18.12%	13.62%	69.85%
<b>Công ty Cổ phần Đầu tư Bất động sản Việt Nam</b>	VNI	-3.7	0.5	-4.84%	-	-129.31%	64.50%
					12.57%		
<b>Công ty Cổ phần Đầu tư Vietnamnet</b>	VNN	-5.59	0.33	-5.06%	-5.72%	-57.99%	10.02%
<b>Công ty Cổ phần Vạn Phát Hưng</b>	VPH	118.97	0.71	0.17%	0.61%	1.05%	71.53%
<b>Công ty Cổ phần Xây lắp và Địa ốc Vũng Tàu</b>	VRC	116.56	0.51	0.23%	0.44%	2.03%	47.46%
<b>Công ty Cổ phần Phát triển Đô thị và Khu Công nghiệp Cao Su Việt Nam</b>	VRG	35.73	0.44	1.03%	1.24%	47.14%	24.95%

**Liên hệ**

<p><b>Research: Nguyễn Lưu Minh Nhựt</b> Email: <a href="mailto:nhut.nguyenluuminh@mbs.com.vn">nhut.nguyenluuminh@mbs.com.vn</a> Tel: +84 126 564 1152</p>	<p><b>Institutional Sales: Gordon Edward Alexander</b> Email: <a href="mailto:Gordon.Edward@mbs.com.vn">Gordon.Edward@mbs.com.vn</a> Tel: +84 904 017 141</p>
--	---

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

<b>Xếp hạng</b>	<b>Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại</b>
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

**MBS tự hào được nhìn nhận là:**

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

**MBS HỘI SỞ**

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội  
ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601  
Webiste: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.